

借鉴国际经验教训 对冲油价波动风险

□中国金融期货交易所外汇事业部总监 刘文财

在当前国际油价跌破50美元/桶的情况下,俄罗斯因为没有事先对冲油价下跌风险而损失惨重。而同样依赖于石油收入的墨西哥,作出了与俄罗斯不同的选择。作为制造业大国,中国应该如何应对原油乃至其它大宗商品与美元价格的波动?

俄罗斯的教训

虽然石油工业在俄罗斯GDP中的比重还不算很高,只占20%,但石油工业在俄罗斯出口与财政收入中举足轻重。2013年,俄罗斯石油和天然气出口占出口收入总额达68%。其中,原油1740亿美元,占33%,主要出口欧洲(包括土耳其),部分出口亚洲;天然气730亿美元,占14%,主要出口欧洲。石化产品1090亿美元,占21%。在俄罗斯2014年财政预测中,油气相关收入占全部财政收入的43%。摩根士丹利此前预计,原油价格每跌10美元,意味着俄出口将受324亿美元的损失,约占该国GDP的1.6%,约合190亿美元的财政收入。若按这一比例计算,俄罗斯2014年的GDP已经因油价下跌而抹去了4.3%,大概为600亿美元财政收入。最近,俄联邦政府向议会提交2015年财政预算草案时说明,要维持俄罗斯政府预算平衡,国际油价需要达到每桶96美元。但据美国能源信息署的最新预测,2015年石油均价将保持在77美元/桶左右。显然,无论是现在还是将来,石油价格距离实现俄罗斯收支平衡的目标相距甚远。由于没有及时对冲油价波动风险,俄罗斯经济“裸奔”的结果很严重,卢布暴跌了50%,通胀开始高企。

事实上,自1973年石油危机后,国际油价飙升,直到1982年,前苏联石油外汇收入的增长速度是史无前例的,从1972年的不到25亿美元增长到1982年的250亿美元,支撑了前苏联经济稳定。1981年,石油价格开始下跌,起初比较缓慢,1983年开始加速,1986年价格下跌至此前数十年史无前例的低水平,每桶不足10美元,前苏联的外汇储备迅速枯竭。

前苏联解体后,经济学家叶·盖达尔在《帝国的消亡》一书中,指出前苏联的财政收入主要依赖于石油,由于国际油价下跌导致财政危机,最后导致前苏联解体。他指出:“20世纪的经验表明,对于遭遇不利行情风险的资源丰富国家而言,重要的是政府应预先知道在原料价格下跌时该做些什么,这对预算、收支平衡、消费市场、偿付外债、银行系统的稳定性又会有些什么后果,同时要有一套在类似情况下能够使用的详尽而切实可行的行动计划。”

俄罗斯也经历了油价上涨与下跌的悲喜剧。除2008—2009年外,过去十年,国际原油供不应求,油价处于上升通道,支撑了俄罗斯经济的增长。虽然盖达尔的著作《帝国的消亡》的副标题是“当代俄罗斯应从中汲取的教训”,但俄罗斯显然没有吸取前苏联的教训,没有实行经济多元化,没有摆脱对石油工业的依赖,也没有对冲油价风险。

墨西哥的选择

作为同样依赖于石油收入的墨西哥,作



● 纽约商品交易所2015年2月交货的轻质原油期货价格

出了与俄罗斯不同的选择。墨西哥在1990年末与1991年初,就尝试利用金融工具进行对冲石油价格风险。墨西哥央行和财政部设计了油价对冲项目以保护政府预算的稳定。当时,石油相关的收入占政府收入的35%,相比其它石油出口国来说比例并不高。1990年11月到1991年2月间,墨西哥中央银行建立了期货、期权、掉期合约,以确保出口石油价格在17美元/桶,这是墨西哥政府设定的1991年预算价格。通过卖出期货、购买看跌期权以及签订短期固定价格的互换,墨西哥政府大约卖出了1.2亿桶在1991年上半年交割的原油,约占每天出口量130万桶的一半。墨西哥政府为了分散交易,减少对衍生品市场价格的冲击,花了数周时间才完成交易。1993年一季度,墨西哥中央银行再次对冲原油价格以稳定政府预算,这次购买的是纽约商品交易所(NYMEX)WTI原油执行价为19美元/桶的看跌期权,约等于墨西哥13.5美元/桶的出口石油,此次大约对冲1.5亿桶计划在1993年交割的原油,占了当年墨西哥原油出口量的30%。事后证明,这些对冲交易对于墨西哥来说收益十分可观,因为原油价格在1991年的上半年以及1993年下半年都大幅下挫。更重要的是,对冲交易确保了政府预算稳定。

2000年,墨西哥开始把对冲油价风险制度化。墨西哥财政部着手建立石油收入稳定基金,以应对油价下跌与汇率波动的风险。基金主要用途是用于弥补财政缺口与购买石油对冲工具。基金的运作由财政部官员组成的技术委员会负责。委员会决定是否应对冲油价,以及如果需要对冲,要确定一个总体操作指引。墨西哥在2008—2009年的对冲计划堪称对冲案例的经典之作。2008年7月,当时国际油价在140—146美元/桶,墨西哥确认保证次年财政预算的底价为70美元/桶。于是,墨西哥于7月份到10月份之间,耗资15亿美元的期权费购买了覆盖3.3亿桶原油、执行价为70美元的看跌期权。这批期权的执行时间为2008年10月下旬至2009年6月上旬,3.3亿桶原油接近这段时间100%的原油出口量。期权建立时墨西哥原油出口价格在100美元/桶附近,但2008年7月后,国际市场油价持续下跌,至2009年1月甚至跌破40美元/桶。此次对冲计划减少了100亿美元的原油出口利润损失,并最终获得了50.85亿美元的保值利益。

2009年12月,墨西哥政府决定以执行价57美元/桶买入看跌期权,对冲2010年的原油出口,而当时国际油价在70—80美元/桶。许多分析师都看不懂墨西哥政府的行为,为什么墨西哥如此看空原油市场?实际上,这些分析师不明白墨西哥政府对冲背后所秉持的理念,以执行价57美元/桶买入看跌期权,并不是墨西哥政府打赌油价会下跌到57美元/桶,他们作出这样的决定是因为在57美元/桶予以保护,比油价上涨带来更多收益更重要。换句话说,如果油价上涨到100美元/桶时,以57美元/桶卖出原油,他们照样能活;但如果油价跌破57美元/桶,他们以30—40美元/桶卖油,日子就不好过了。实际上,当油价到达100美元/桶时,墨西哥政府也不会以57美元/桶卖油,因为他们买的期权,可以不执行,仍然以100美元/桶卖油,损失是一些期权费而已。当时,为2.3亿桶原油保值的期权费为11.72亿美元,大约每桶的期权费是5美元。如果油价涨到100美元/桶,他们不会执行期权,损失5美元/桶,实际上是以95美元/桶卖出原油。

此后几年,墨西哥政府一直坚持不懈地对冲原油市场价格风险。2011—2012年,对冲了2.10亿桶原油;2012—2013年,对冲了2亿桶原油,约为170天的墨西哥原油出口量;2014年财政年度,以85美元/桶对冲了所有与油相关的收入,为此,墨西哥财政部花费了5.43亿美元期权费。2014年,墨西哥原油的平均成本为74美元/桶,从9月份开始以76.4美元/桶的价格锁定了2015年2.28亿桶的出口原油。墨西哥购买了以执行价为76.4

美元/桶的看跌期权,一旦2015年油价低于74美元/桶,政府将获得2.4美元/桶的收益。为此,墨西哥政府支付了7.73亿美元的保值成本。这个对冲策略完全覆盖了政府明年的财政预算,财政部长说保值计划对政府以及宏观经济稳定来说都是一个好消息。虽然油价下跌,墨西哥比索也出现了贬值,但只贬值了百分之十几,远远小于俄罗斯卢布的贬值幅度。

中国怎么办

墨西哥成功经验进一步反证了俄罗斯应该对冲油价风险,国际原油衍生品市场也有充足的流动性与深度满足石油生产国对冲的需求。作为制造业大国,中国应该如何应对原油乃至其它大宗商品与美元价格的波动?

有人认为,美元上涨、油价下跌,以及其他大宗商品价格下跌,对于我们拥有巨额美元外汇储备的制造大国来说是一件好事,我们似乎可以尽情享受外汇储备升值与生产低成本带来的福利。但只要稍微回顾下美元与国际油价的历史走势就会发现,好日子是短暂的,现在正好是为未来的苦日子准备计划的时候。

2008年7月前,国际油价飙升到140美元/桶上方的时候,专业人士与社会大众纷纷讨论我国应该如何加快原油战略储备库的建设。过去10年的美元贬值给我国外汇储备带来的损失,又令多少专业人士与社会大众在外汇储备多元化出谋划策。因此,我们应吸取俄罗斯的教训,借鉴墨西哥的经验,未雨绸缪,进行事前安排。

一是成立国家战略资源稳定基金。正如国家实施“一带一路”战略,成立丝路基金一样,应针对我国是石油等大宗商品消费国与巨额美元外汇储备的现状,学习墨西哥经验,成立国家战略资源稳定基金,专门用于稳定石油、外汇等战略资源价格的对冲操作,避免未来因石油价格上涨或美元大幅贬值而措手不及。

二是进一步加快国内风险管理市场建设。随着国家批准上海国际能源交易中心上市原油期货,我国大宗商品的风险管理市场品种种类基本齐全,但金融资产的风险管理市场发展严重不足,应加快上市利率与外汇期货/期权品种,为各类主体对冲风险奠定市场基础。

三是加强企业的对冲理念与技巧的培训,破除企业进入风险管理市场的制度障碍。国际经验表明,全球500强公司大量运用衍生产品管理日常经营风险,对冲等风险管理措施是企业保持核心竞争力的关键所在。从国家层面,尤其在国资控股的企业中,应加强对企业对冲理念与技巧的培训,加快修改套期保值会计等影响企业进入风险管理市场的制度障碍。

四是扭转社会大众对期货等风险管理工具的误解。由于历史原因,我国舆论与社会大众对期货等风险管理工具一直存在认识上的偏差,对于企业使用期货等工具管理日常经营风险出现单向的损失常常进行以偏概全的报道,严重影响了企业使用对冲工具的积极性。期货行业应集中力量,开展普及期货等对冲知识的大型教育活动。

开发性金融 助力经济稳中求进

□国家开发银行研究院常务副院长 郭濂

2014年,面对复杂多变的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展任务,中国经济步入“新常态”。认识新常态,适应新常态,引领新常态,是当前和今后一个时期我国经济发展的大逻辑。展望2015年,中国经济将沿着新常态之路,稳中求进。

外部环境总体回暖

从经济大环境看,经历了经济危机后的世界经济处在经济周期的“波谷”地带,各国经济缓慢向上调整。国际货币基金组织最新发布的《世界经济展望》预计,2015年全球经济增长3.8%,各经济体继续不均衡的复苏。

得益于金融危机后一系列改革措施和科技创新,美国经济强劲回暖,带动房地产市场恢复,投资、就业数据向好。2014年第三季度美国GDP增长5%,创下11年来新高。预计2015年,美国经济增长将达3%左右。作为世界经济头号强国,美国经济加快恢复步伐,提振了各界对明年全球经济的信心。尽管欧元区经济恢复依然缓慢,拉美国家复苏势头脆弱,但亚太地区经济体的增长预期保持乐观,预计2015年亚太经济体的增长约为5.6%,继续领跑全球经济。国际货币基金组织预计,2015年中国经济增长在7.1%左右;印度经济增长约6.4%,高于2014年的5.6%;东盟五国的增长预期达5.4%。

虽然全球经济在2015年依然面临地缘局势紧张、世界金融市场流动性不确定和能源价格大幅波动等风险,但外部环境的改善为2015的中国经济稳健步入新常态提供了有利因素。

“三驾马车”趋向平衡

2015年是全面完成“十二五”规划的收官之年,从中国经济自身情况来看,投资、消费和进出口贸易“三驾马车”对经济发展的贡献比例(数据)更为均衡;产能调整和结构升级继续深入;伴随着一系列调整政府与市场关系的改革措施的实施和发挥效果,中国经济中长期趋势稳中有进的预期良好。

投资领域长期以来依赖政府推动的问题尚未完全理顺,加之房地产市场降温,依靠楼市带动经济增长的情况不可能持续,产能过剩等问题使2015的经济健康平稳发展面临挑战,在经济下行的压力下政府会采取更为积极的财政政策。连续性的基础设施建设项目和民生工程投资,依然能对国民经济起到一定的稳定和托底作用。2014年下半年,国家批复了一大批机场、铁路、公路、城市铁路等基建领域项目,投资额超万亿元,这些投资将为我国2015年的经济稳定增长起到积极作用。

近几年来,随着我国一系列促消费的政策措施的落地,社会消费稳步增长。2014年前11个月,社会消费品零售总额累计值超过23.6万亿元,累计增长12%。居民消费对国民经济增长的贡献率下降的态势得到扭转,消费成为稳定经济增长的有力支撑。2014年我国物价温和变动,对稳定居民消费预期起到了正面作用。以原油为代表的大宗商品的价格连走低,也有利厂商调降生产成本,为扩大和升级居民消费创造空间,居民消费将继续承担稳定和拉动国民经济的重任。近期PPI数据在低位徘徊,厂商面临较大的价格下行压力,也要警惕物价过低给企业生产造成负面效应。

在贸易领域,我国多年的贸易顺差为国家积累大量外汇,增强了国际竞争力。2014年,国家陆续出台有利外贸的政策措施,而美国经济的复苏和美元的升值也有利于我国对外贸易的形势不断向好。2015年,随着世界经济保持整体复苏的趋势,我国国际贸易和对外经济活动的环境进一步改善,考虑到地缘政治局势紧张和国际能源价格变化预期不明等全球经济系统性风险外,预计外贸对国民经济稳定发展仍将进一步起到积极作用。

改革释放红利

2014年是我国全面深化改革的元年。围绕十八大提出的“让市场在资源配置中起决定性作用”的目标,改革着力于理顺政府与市场的关系;深化财税体制改革,厘清各级政府的事权和财权;强化政府提供公共产品的能力;探索PPP模式,创新投融资体制,扩大基础设施建设的民间资本开放;密集取消和下放行政审批项目等。

各项针对社会公平的改革更是引人注目。推进户籍制度改革,打破城乡二元结构对中国经济和社会全面现代化的制度约束。土地征收、建设用地入市、宅基地制度改革,新一轮土地改革“三箭齐发”,积极推动城镇化,不仅是针对“三农问题”,更是为经济发展增添新动力。出台机关事业单位人员与城镇职工的养老保险并轨制度,显示出中央改革的决心,极大地推进社会公平,完善社保制度,将有力地推动我国新型城镇化的进程。

2014年提升中国经济融入世界经济的各项改革同样抢眼。推广上海自贸区“负面清单”管理模式,扩大对外开放;推进“一路一带”战略,推动人民币国际化,支持高铁、核电等企业主动“走出去”。可以预期,随着各项改革措施的落实和推进,将为2015年的中国经济创造良好的制度环境。改革政策红利持续释放将利于中国经济的中长期稳健和可持续发展。

开发性金融“托底护航”

2015年是中国经济正式进入新常态的第二年,随着经济增速的下调,经济发展稳中求进面临不少困难和挑战。开发性金融作为实现政府发展目标、弥补体制落后和市场失灵的一种金融形式,具有“逆周期”的特点,可为国家经济和金融平稳运行“托底护航”。长期以来,开发性金融在支持基础设施建设、国家经济战略项目开发、协调区域经济发展、促进节能环保、保障和改善民生等方面起到了积极作用。截至2014年11月,国开行累计发放棚改贷款7500多亿元,累计支持棚户区改造项目建设面积8.1亿平方米,惠及834万户。在铁路融资领域,国开行的贷款占据了三分之一。国开行已累计发放铁路贷款超过9000亿元,支持了超过6亿公里的铁路线建设。

2015年,开发性金融将继续在基础设施建设、“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等区域发展战略,以及节能环保和民生工程等领域发挥其“托底、支持和稳定作用,服务好国家战略,为中国经济的新常态保驾护航。

五措并举做实国家战略石油储备

□厦门大学能源经济协同创新中心 林伯强

国务院近期印发的《能源发展战略行动计划(2014—2020年)》中,提出扩大石油储备规模,启动三期工程,鼓励民间资本参与储备建设,建立企业义务储备,鼓励发展商业储备。近期国际油价从每桶接近110美元跌到了50美元,应该是到了开始囤积石油的时候了。

中国目前石油对外依存接近60%,依存度还可能进一步提高。低油价时期应当尽量利用国外石油资源,这应该是石油战略的一环。但中国从国际市场购买原油受到了石油储备能力的限制。中国第一期国家石油储备基地已建成使用,第二期在建,第三期会很快启动,石油储备能力是大大提高的,但是石油储备能力还是不足,当前应抓住油价下行的时机,推动石油储备能力建设。

目前买进石油,损失的空间比较小,相反获利的空间较大。并且目前石油供大于求,而且欧佩克不愿意限产,中国多买一些不会推高油价。事实上,在需求低迷的背景下,中国原油进口不是减少,而是从今年下半年开始加速,在2014年前11个月,累计进口原油比2013年同期上涨了9%。笔者认为,可以从以下几个方面着手扩大石油储备。

一是通过削减国内产能来尽可能增加石油进口。石油限产可能面临技术问题和企业的效益问题,但是油价低迷时有意识保存

自己的地下石油资源,也应是石油战略储备的一部分。长久可靠的能源安全要立足于国内储备,因为只有国内能源的价格和数量才是最终可控的。对于一个经济大国,把经济增长和现代化生活建立在相对不确定的能源环境里和很大的对外依存基础上,是一个令人担忧的事实。当然,说服石油企业限产不太容易。石油进口依存度将进一步加大,这是看得见的事情,是资源禀赋和经济增长的结果。目前通过限产来更多利用国外资源,国家战略利益和石油企业商业利益应当是一致的。当然,限产会使石油企业面临短期困难,比如资金问题和效益考核,这些都是政府可以帮助解决的。

二是利用海上油轮储油。2008年油价暴跌时,许多石油进口国都采用此种方法。当时全球经济尽管陷入严重衰退,石油消费大幅度减少,但囤积石油迹象明显。至2008年12月,美国的原油进口量大幅度上涨,商业原油库存和石油战略储备同时大幅度上涨,达到存储能力极限。而且美国各大石油公司还租用了大约30艘超级油轮,装满原油停泊在墨西哥湾沿岸,据说加上其他油轮,美国漂浮的“油库”储备了超过8000万桶原油。当时欧佩克也宣称,截至2008年1月底,估计有7000—8000万桶石油储存在海上的35—40艘油轮上,相当于世界超级油轮数目的大约7%—8%。以目前的油价,海上储油无论作为战略还是商业储备,都是可行的。中国是世界上第一

造船大国,运力潜力很大,但是目前海上运力相对过剩,行业低迷,通过油轮储备还能消化行业过剩运力,还将有益于中国航运业走出低谷。

三是利用国内现有石油储备能力。据统计,中国的民营石油仓储能力在两亿吨以上,但利用率很低。作为短期措施,国家可以考虑将民营油企的闲置库纳入石油储备。当然,即使纳入国家石油储备,民营石油储备也应当属于商业储备。发达国家对于民营石油储备的门槛不高,这是常说的“藏储于民”。当然,商业性储备是以赢利为目的的,这决定民营储备不同于政府战略石油储备,他们的储备不可能是长期不动的,因此只能是政府战略储备的一个有效补充。理论上说,如果民营具备了仓储资质,就可以自己建设油罐,买油储备,盈亏自负。但是,在某一特定时期,比如现在油价低迷,民营石油储备与国家的利益一致,政府就可以考虑补贴,可以给予政策,鼓励其尽快快储备石油。

四是把目前低油价的机会做成长线机会。

危机中与国外的长期能源合作和谈判将会面临较小阻力,例如“贷款换石油长期合作协议”,现在做就比较容易。这里需要强调的是,除了石油“走出去”,引进来也是一个双赢的模式。“引进来”就是引进产油国来国内投资生产。对于产油国,中国持续的石油需求将提供更大的市场,摆脱对西方发达国家的过度依赖。而中国则可以

获取长期稳定的石油供给。“引进来”模式不会过度触及能源问题的敏感面,可以避免海外石油资产并购的种种麻烦,无论从时间上还是制度上都对中国石油企业有利,因而不失为获得石油资源的一种有效途径。同样是石油进口,但“引进来”模式将石油进口与中东产油国的利益绑在一起,因而可以更安全。

五是考虑投资石油期货产品。中国外汇储备同样面临市场风险,应将石油安全同金融安全统一考虑,趁油价低的时候,把一部分外汇储备转换成保值能力较强、现实意义更大的石油实物储备或期货储备。一方面通过资产分散化管理,提高抗风险能力;另一方面把握油价低洼的机遇,为建立战略石油储备做好准备。石油储备所需的设施建设周期最短的也要一年左右,第三期战略储备基地开始启动,等到建成开始入储之时,国际石油价格很可能已经不处于目前的低水平。因此,可以考虑投资石油期货产品,用目前的相对低价为未来的实物储备买单,进行套期保值运作。以目前较低的价格购进石油后,等到储备设施完工,再进行实物交割。一些企业如航空公司等,通过参与原油期货市场,在较低价格时买入,从而锁定了交割时的价格,目标是为了减少原油价格上涨对企业的成本影响。现在建议投资石油期货产品,实现对石油实物储备的短期替代,操作时应当保守,保值是最主要目的。